

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
(財)国際通貨研究所

米国をめぐる資本フローとドルの将来

(財) 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員
山口綾子
yamaguchi@iima.or.jp

<要旨>

- (1) グローバル金融危機を受けて、米国をめぐる資金フローは大きく変化した。2008年後半から2009年後半にかけて、国際資金の本国回帰の流れの中で、米国資本が海外から米国へ純流入、外国資本が米国から海外へ純流出という形で資金の逆流が起きた。この資金の流れは、危機の落ち着きとともに2009年後半頃から元のトレンドに戻りつつある。
- (2) 金融危機を受けて、米国の経常収支赤字は大きく縮小したが、2009年後半以降再拡大の兆しがうかがえる。経常収支不均衡の調整は米国だけでなく、各国の政策対応が必要であり、グローバルな政策対応の整合性が望まれる。
- (3) 危機を通じて、基軸通貨ドルの将来について懸念する声が高まっている。ドルが不安要因をかかえているのは事実だが、ドルに代わる通貨がないのが実情である。複数通貨体制には批判も多いが、基軸通貨としてのドルに加え、欧州、アジアの地域通貨が共存することで、相互に牽制が働き、チェック&バランスを図ることができるという点で、望ましいとみることもできよう。

<本文>

米国の国際収支統計は、経常収支、資本収支の両面で、グローバル金融危機下と、その後で大きな変化がみられる。その変化を分析したうえで、今回の危機で懸念が高まった基軸通貨ドルの将来について考えてみたい。

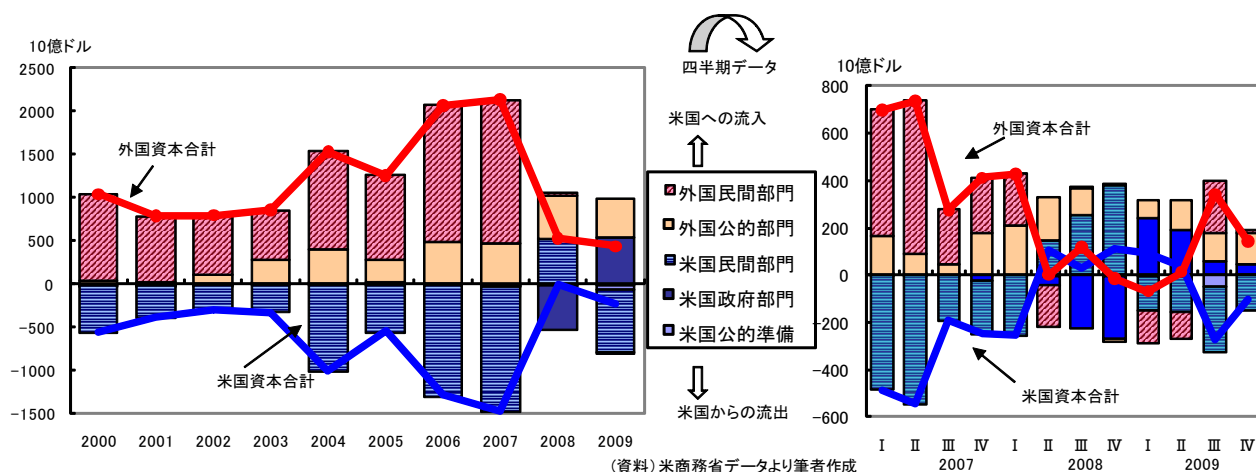
資本フローは概ね過去のトレンドに復帰

まず、米国をめぐる資金フローの動きである資本収支からみてみよう。2008年後半から2009年前半にかけて逆流していた資金の流れは、2009年後半から過去のトレンドに戻りつつある。

すなわち、2004～2007年に米国資本の海外への流出額、および外国資本の米国への流入額は過去のトレンドを大幅に上回る規模に達した。この背景には、欧米金融機関を中心としたリスクテイク行動の行き過ぎがあったと思われる。それが2008年後半から2009年前半にかけて、米国資本が海外から米国へ純流入、外国資本は米国から海外へ純流出という形で、資金の逆流が起きた。これは、過度のリスクテイク行動の反動が、金融危機によって顕現し、国際資金の本国回帰の動きが強まったからに他ならない。これはホームバイアスの強まりと言い換えることもできる。しかし、金融危機の落ち着きとともに、2009年後半から、この逆流はおさまり、米国資本流出、外国資本流入ともに、2003年以前の長期的なトレンドとほぼ整合的な額に戻りつつある(第1図)。

以下、より詳細にみてみたい。

(第1図)米国をめぐる資本フロー

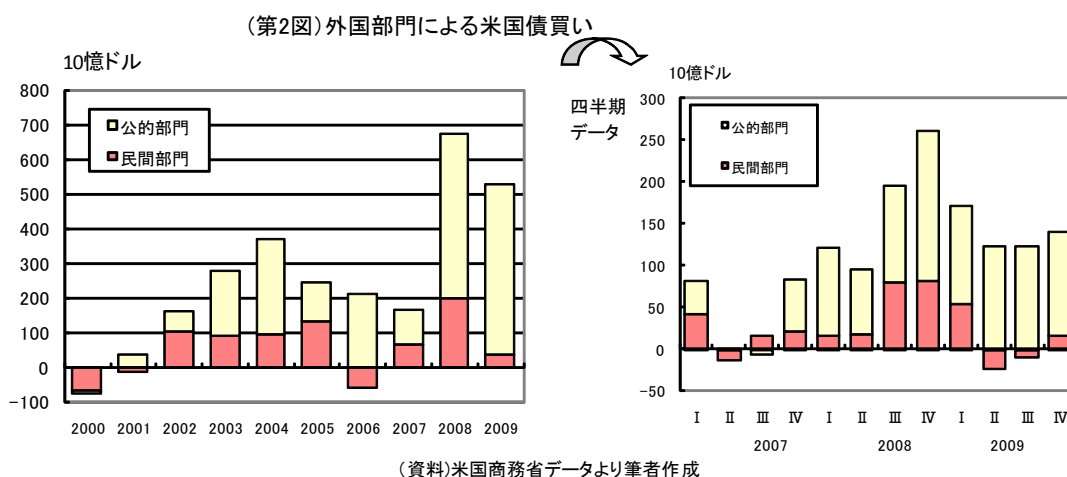


米国資本は、2009年通年では2,374億ドルの流出と2008年の11億ドルから流出額が拡大した。内訳をみると、政府部門は、2008年には連邦準備当局(FRB)の外国中央銀行との為替スワップ取極めに基づく取引で、大きく流出となった

が、2009年にはスワップの反対取引から、一転して大きく流入となった。公的準備が2009年第3四半期に米国からの流出になっているが、これはIMFによるSDRの割り当て(476億ドル相当)により米国の外貨準備が増加したことによる。一方民間資本は2008年中には米国への資金流入¹となったが、2009年に入ると年初から流出が続いた。民間資本の内訳についてみると、2008年に資金流入となった証券投資(株、債券とも売り越し)は、2009年には、資金流出(株、債券とも買い越し²)となり、米国銀行の対外債権も拡大した(資金流出)。

四半期データでみると、2008年第2四半期から「民間資金の引き揚げ(流入)、FRBによる海外への資金供給(流出)」という傾向がめだつ。リーマンショックのあった第3四半期から第4四半期にかけてこの傾向はさらに加速し、2009年第1四半期にようやく従来のトレンドに戻った。しかし民間部門の対外流出幅は小さなものにとどまっている。

他方、外国資本についてみると、2009年通年での資本流入額は4,352億ドルと2008年の5,341億ドルからさらに減少した。外国公的部門は通年では4,476億ドルと前年と同程度の流入超となった。公的部門は2008年に続き、エージェンシー債を売り越した一方で、米国債を大幅に買い越し、国債買い越し額は史上最高となった(第2図)。一方で、外国民間部門は全体で資金流出となった。



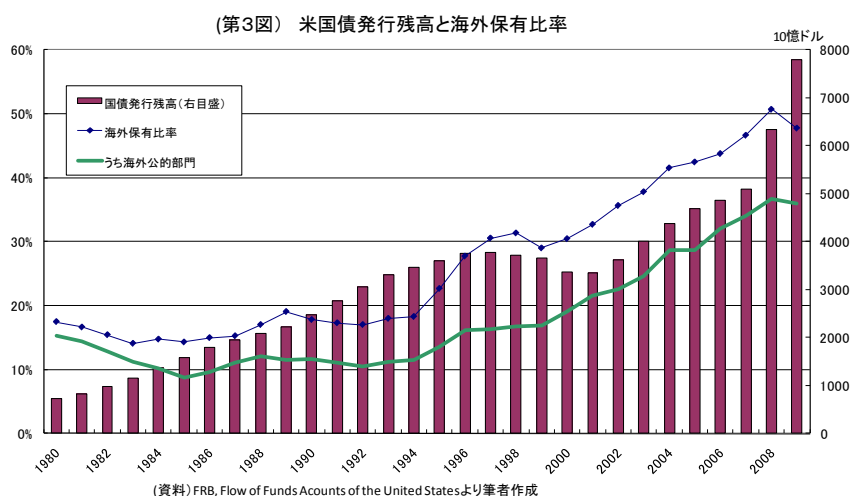
通年での資金流出は1971年以来のことである。民間部門の内訳をみると、対米証券投資は、株式は買い越しであったが、社債が大きく売られたため、国債を除く証券投資は2年続いて売り越し(流出)³となった。しかし、米国債が年全体では買い越しとなり、その他の売り越し額を上回ったため、証券投資全体では

¹ 民間資本が通年のデータで入超となったのは現統計で遡れる1960年以来初めてのこと。
² 相手先別にみると欧州、中南米、アジアなど多くの地域で買い越しとなったが、日本については株式、債券とも売り越しであった。
³ 国債を除く証券投資は2008年に1965年以来40年ぶりの売り越しとなり、2009年半ばまで売り越しが続いた。

買い越し(流入)となった。米銀の対外負債は、米銀からのドル預金の引き出し、米銀への外国銀行の貸出の減少などにより、2008年に引き続き大きく減少した(流出)。

四半期データでみると、第2、第3四半期に外国人投資家は米国債を売り越し(流出)、特に短期債が売られた。社債は年を通じて売られたが、株式は2009年半ば以降、買い越しに転じている(流入)。2008年には、危機が深刻化するなかで安全資産としての米国債投資が官民ともに急増したが、2009年に入り危機が落ち着き、投資家がリスクテイク姿勢を強めるとともに、民間部門の投資は国債から株式へシフトしたとみられる。この結果、民間部門全体としても、2009年後半には資本流入に転じた(第1図)。

こうしたなかで、米国債市場においては海外公的部門がますます重要な役割をはたすようになってきている。2009年末現在米国債発行残高7.8兆ドルのうち、36%を海外公的部門が、民間部門を合わせると48%を海外部門が保有している(第3図)。



米国経常収支赤字は再拡大の兆し～グローバル・インバランスの将来は？～

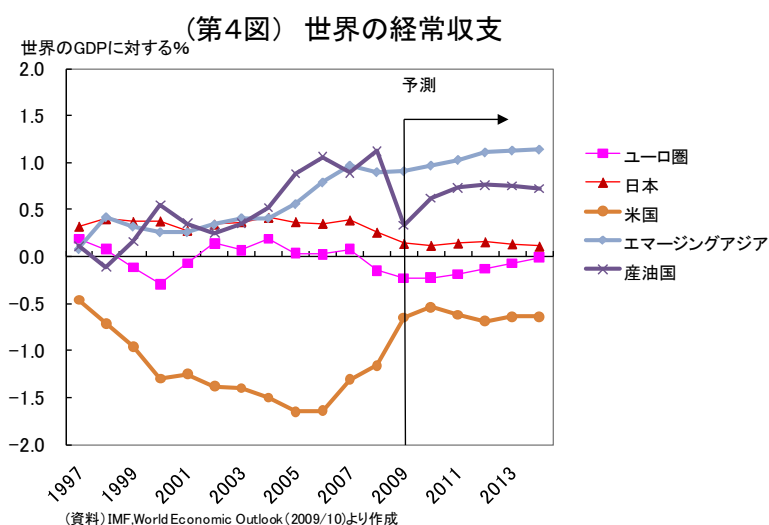
一方、経常収支赤字をみると、再拡大の兆しがみられる。

確かに、2009年通年の米国の経常収支赤字は4,199億ドル、GDP比2.9%と2008年の7,061億ドル、同4.9%から大幅に縮小した。これは米国の景気後退に伴う輸入の大幅減少により、貿易赤字が2008年の8,403億ドルから5,170億ドルへと大きく縮小したことによる。

しかし、四半期の数字でみると、第2四半期の年率3,910億ドルGDP比2.8%

をボトムに、第4四半期には4,624億ドル同3.2%と再び拡大の兆しがうかがえる。米国の経常収支の先行きを考える場合は、その裏側にある米国内の貯蓄投資バランスの動きと、米国外の主に新興国の経常収支黒字、為替相場の動きを含めたグローバル・インバランス（世界の経常収支不均衡）の側面から考える必要がある。

こうした観点から、IMFの世界経済見通し(2009年10月)では、2009年に大きく縮小した米国の赤字の縮小は止まり、エマージングアジアの黒字は拡大を続けるような姿が描かれている(第4図)。



IMFの調査顧問・調査局長 Blanchard は、グローバル金融危機を受けたインバランスの今後について、以下の3つのシナリオを描いている。

シナリオ1：米国の財政赤字は徐々に縮小が進む一方、中国の貯蓄率は低下し、人民元は緩やかに上昇、エマージング諸国を中心とした急速な外貨準備の積みあがりペースが落ちる。結果としてグローバル・インバランスは徐々に縮小する。

シナリオ2：中国の内需は増加する一方で、中国政府は人民元の上昇には消極的。エマージング諸国も自国通貨の対人民元の上昇には抵抗。このため、米国は外需が低迷するなかで、ゼロ金利を維持するが、金融面で追加緩和はできず、財政刺激を継続する。グローバル・インバランスはさらに拡大。特に財政赤字拡大につながり、各国の国債市場では国債の安定消化をめぐる不安が高まり、外国人投資家のセンチメントが非常に重要となる。

シナリオ3：中国や他のエマージング諸国はシナリオ2と同様。米国は財政刺激を徐々にフェードアウトすることで、成長が鈍化し、グローバルに成長鈍化へつながる。この場合、外需に頼らずに十分に内需に拡大余地のある国のみ成長を維持。グローバル・インバランスはさらに拡大する。

どのシナリオの蓋然性が高いかは今後の政府対応次第である。国別には、米国は貯蓄増強を図る必要がある。民間部門では、景気後退のなかで消費が落ち込み家計の貯蓄率には上昇がみられており、企業部門については政府の輸出振興策などの対策もうたれている。今後は財政赤字の拡大に歯止めをかけられるかどうかのカギとなる。経常黒字国の代表でもある中国は、社会保障の充実やコーポレートガバナンスの強化、家計や中小企業向け金融アクセスの改善などにより貯蓄の低減を図ることが求められている。その他多くのエマージング諸国(経常黒字国)は、輸出主導から内需主導の成長への移行が望まれている。原油価格は高止まりが予想されるなか、産油国も原油輸出収入を有効活用し、国内インフラ投資などに注力すべきである。また、グローバルな金融システムについては、流動性供給システムの改善が喫緊の課題であり、これがうまくいけば外貨準備を積み上げる必要性が低下し、グローバル・インバランスの改善につながることを期待される。

基軸通貨としてのドルの将来

このようにグローバル・インバランスが変化するなかで、基軸通貨としてのドルの役割はどうなっていくのかをめぐってさまざまな議論がなされている。所謂、ドル不安が高まる度にこうした議論がでてくる。ある意味で古くて新しい議論であるが、ここで改めて、基本的な部分から説き起こして、考えてみたい。

① 基軸通貨となるための条件

国際通貨の機能

	価値尺度機能	支払手段機能	価値保蔵機能
民間部門	表示通貨	取引通貨	資産通貨
公的部門	基準通貨	介入通貨	準備通貨

ある一国の通貨が、国際通貨として国際間の取引に使われるためには、国内通貨の3つの機能（価値尺度、支払手段、価値保蔵手段）と同様の役割を国際的に果たす必要がある。そのための前提条件としては以下があげられる。

価値尺度機能：通貨価値が安定している。インフレ指標など当該国のマクロ経済が安定している。

支払手段機能：当該通貨の十分な流動性が供給され、取引規制をされることなく、国境を超えて広く自由に取引される。当該国の金融市場が大きくかつ深みを持つ。資本輸出力が大きい。契約実行の際の法的フレームワークが整備されている。

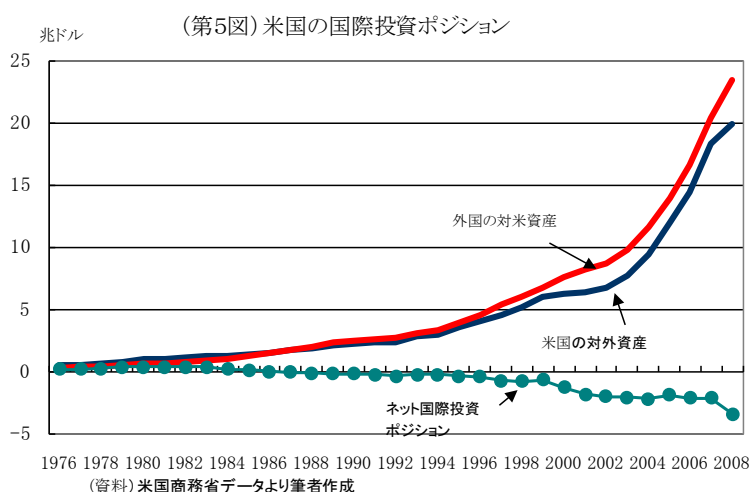
価値保蔵機能：為替相場が安定している。当該国が卓越した経済力を持つ（経

济規模が大きい、強い国際競争力を持つ、大規模な輸出入市場が存在する)。軍事力・政治力で他を圧倒する。

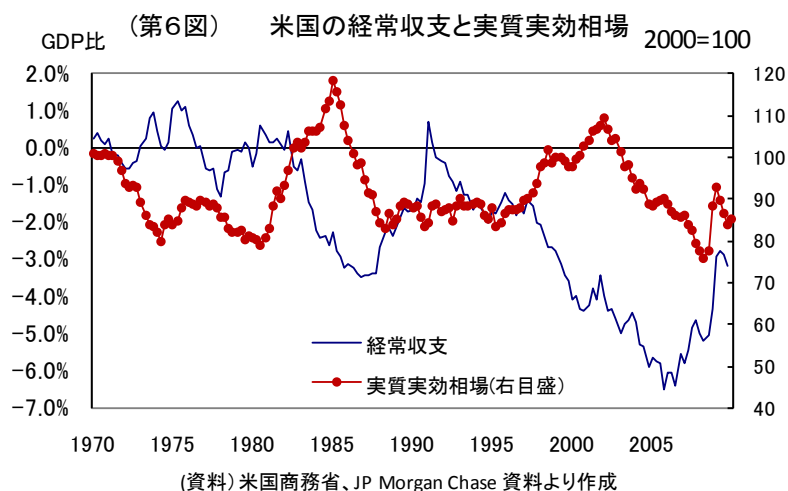
第2次大戦後の米国は経済、貿易、政治、軍事力などあらゆる面で他国を圧倒、特に米ソ冷戦時代は、西側陣営の盟主として世界の中でのプレゼンスを高めた。米ドルはこうした米国の圧倒的な支配力を背景に、国際的な基軸通貨としての役割を果たしてきた。欧州の復興、日本の勃興、アジア新興工業国の成長など、世界経済が重層的な経済発展を遂げるなかで、米国の相対的地位は徐々に低下した。こうしたなかで、1970年代のニクソンショック（→主要通貨の変動相場制移行につながった）、1980年代後半の米国の双子の赤字問題（→プラザ合意による大幅なドル下落をもたらした）などさまざまな問題に際し、徐々に修正を加えられながらも、ドルは国際基軸通貨としての地位を保ってきた。冷戦終了を背景としたグローバルな競争激化、エマージング諸国の台頭、1999年に誕生したユーロの国際的役割の向上、2007年以降のグローバル金融危機、などさまざまな環境変化のなか、ドルは以上のような基軸通貨としての条件を満たし続けることができるのだろうか。

② 米国のネット国際投資ポジションは大幅赤字

1980年代初め以降、米国の経常収支赤字基調が定着したことに伴い、米国への外国資本流入が増加した。この結果、1986年に米国の対外資産から対外負債を引いたネット国際投資ポジションは赤字となり、その後毎年赤字幅が拡大してきた。2008年末現在米国の対外資産は19.9兆ドル（GDP比139%）、外国の対米資産は23.4兆ドル（同164%）で、前者から後者を引いたネット国際投資ポジションは3.4兆ドルの赤字（同24%）となっている(第5図)。



経常赤字は、最も大きかった 2005 年には米国の GDP の 6%を超えるに至った(第 6 図)。米国以外の国であれば、これほどの経常収支赤字の累積に際しては、外国人投資家はその国への投資を引き揚げ、為替相場が大幅に下落し、その国は通貨防衛のために利上げを迫られる。その結果、内需が抑制される一方、為替相場下落により輸出が拡大し、経常収支赤字は縮小に向かう。変動相場制下ではこうした自動調整機能が期待されていた。しかし、米国は、基軸通貨国であるために、債務の支払いを自国通貨ドルで行うことができることや、世界中の投資家や中央銀行がドル資産の購入を続けたことから、経常赤字拡大になかなか歯止めがかからなかった。



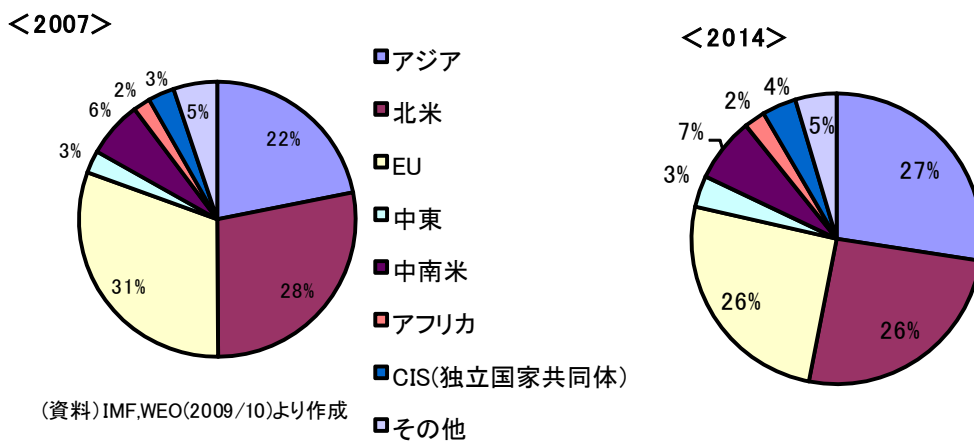
グローバル金融危機は、もともと効率的で収益性の高い投資先としての米国に対しての疑問を生み、ドル離れが懸念されるようになった。しかし、他方で、危機に際しての海外投資家のリスク回避姿勢の高まりは、「安全資産」としての米国債投資の増加につながり、ドル実効為替相場は 2008 年後半にむしろ上昇した(第 6 図)。

金融危機を受けて、連邦準備制度理事会は国内市場に潤沢な流動性供給を行うとともに、各国中銀との SWAP 取り決めに基づき、国際的にもドルを供給し、「最後の貸し手」としての役割を果たした。しかし、この結果、連銀のバランスシートは肥大化した。また危機対策としての巨額の財政支出が行われたことから、2009 年度(2008 年 10 月—2009 年 9 月)の財政赤字は 1.4 兆ドル、GDP 比 9.9%に達し、2010、2011 年度も 1 兆ドルを超える赤字が見込まれている(米国行政管理予算庁見通し)。これらはインフレ要因となり、将来のドル価値の下落が懸念されている。

③ ドルの将来

以上のようにドルの国際基軸通貨としての条件は足元ではかなり揺らいでいると言わざるを得ない。しかし、ドルにとって代わる通貨がないのも実情である。中期的にみると、ドルの地位は現在よりも低下する可能性はあるが、依然として基軸通貨としてのプレゼンスを保つとみられる。経済面では欧州、アメリカ、アジアという三大極が拮抗する形となることが予想される(第7図)。米国は世界のNO.1であり続けるが、中国をはじめとするエマージング諸国の台頭に伴い、その相対的地位はさらに低下しよう。欧州の地域通貨としてのユーロ、アジアの地域通貨⁴がそれぞれ存在感を強めることが予想される。しかし、ユーロは域内経済格差、政治統合の不備などの問題をかかえており、アジアは欧州よりも域内格差が大きく、経済統合に向けての政治的モメンタムは小さいことなどを勘案すると、グローバルな通貨としてドルの地位を脅かすほどの力は持ち得ないであろう。

(第7図) 世界のGDP：2014年には3つの極が拮抗する姿に（IMF見通し）



国際通貨には、ネットワーク外部性が働き、より多くの人を使うとさらに利便性が高まり、その通貨の使用と利便性が相互に相乗効果をもつことが知られている。このため、たとえ前述のような基軸通貨であるための条件を満たさなくなっても、すぐにその通貨が基軸通貨としての地位を滑り落ちるわけではない。歴史的にみても、英国が米国に世界経済の No.1 の地位を譲ったのは、19世紀の終わりごろのことだったが、その後も英ポンドは基軸通貨であり続け、ドルとポンドが共存する時代が続いた。基軸通貨の地位が完全に逆転したのは1950年代との見方が一般的である。英国が世界の No.1 でなくなってからも、50年あまりの期間はポンドは基軸通貨の一つであり続けた。ポンドの例から示

⁴ 円、人民元をはじめ、どの通貨が中心的な存在となるかについては、現状でははっきりとした傾向は読み取りにくい。

唆されることは、今後数十年間でドルが基軸通貨の地位を他の通貨に譲ることは考えがたいということであろう。

④ 複数国際通貨体制の是非

複数の国際通貨が共存する体制については否定的な見方も多い。取引コストという点では、扱う通貨が多いほど管理が複雑化し、また1通貨あたりの取引量が減るため、取引コストは高くなる。さらには、これら国際通貨間の相場変動からシステムの不安定性が増す可能性がある。

そもそも一国の国内通貨を国際通貨とすることには問題が多いとして、SDRのような人為的な通貨を国際通貨として使用すべきとの意見も根強い。昨年春に中国人民銀行の周総裁が提唱した、SDRの準備通貨化構想もその一例である。しかし、この案も実現に向けての各国の意思統一は難しく、できるとしても相当の時間がかかるとみられる。

ドル基軸通貨体制のなかで、米国の経常赤字拡大、米国への資本流入の一極集中によるバブルの生成などの問題が起こったことを考慮すると、国際的な基軸通貨としてのドルに加え、ユーロやアジア通貨が地域通貨として共存することで、相互に牽制が働き、チェック&バランスを図ることができるという意味では、望ましいとみることもできよう。最善ではないとしてもセカンドベストとしての3極通貨体制は検討に値するのではないか。

<参考文献>

米国商務省、財務省、連邦準備制度理事会プレスリリース各号

Bergsten, Fred, "The Dollar and the Deficits," *Foreign Affairs*, Nov.-Dec. 2009.

Blanchard, Olivier and Gian Maria Milesi-Ferretti, "Global Imbalances: In Midstream?", IMF Staff Position Note, Dec.2009

Eichengreen, Barry, "The Dollar Dilemma," *Foreign Affairs*, Sept.-Oct. 2009.

United Nations, "Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System," September, 2009.

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2010 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp URL: <http://www.iima.or.jp>